

日本版不動産投資信託（J-REIT）の証券価格変動

法・経済・経営政策系経営・経済システム分析分野 Yan Yi Xuan

（１）研究背景及び目的

J-REITは2001年9月に市場創設される以前から頻繁に日本経済新聞や日本金融新聞に取上げられ注目されている。その中で、J-REIT証券の価格変動リスクは国債より高いが、株式より低いとされている。J-REITは90%以上の収益を配当していて、その収益は主に家賃収入からなる。日本の場合、家賃収入は賃貸契約と空室の予測可能から安定している。故にJ-REITの収益は安定し、ひいては配当も安定すると言われている。

そのために、投資家は高配当を期待してJ-REIT証券を購入すると考えられ、J-REIT証券は株式のように値上がりを期待して頻繁に売り買いされないはずである。また、国債の場合、利子は少ない代わりに政府が保証しているため、リスクはほとんどない。よって、J-REIT証券の価格は国債より変動するが株式ほど変動しない。これはJ-REIT証券の価格変動リスクが国債より高く株式より低いと言われる理由である。そのために、株式をハイリスク・ハイリターン、国債をローリスク・ローリターンとすると、J-REIT証券はミドルリスク・ミドルリターンな金融商品と言われている。

このような理由から、J-REIT証券を株式と組み合わせることによって分散投資効果が期待できると考えられている。しかし、このような組み合わせによる分散投資効果の前提は両者の価格の変動が異なること（一方の価格が下がったときにもう一方の価格が上がるまたは変化しない）である。逆に言えば、両者の価格変動が同じであれば、両者の組み合わせによる投資分散効果は期待できない。実際、J-REITは2005年以降新規上場が増え、銘柄数が増加した。それに伴い価格変動も激しくなってきた。特に2007年以降証券価格が一段と激しく変動するようになった。このような状況の中

で、果たしてJ-REITと株式の価格変動が異なると言えるかどうか疑問である。

そこで、本研究の目的はJ-REIT証券の価格変動と株式の価格変動が異なるかどうかについて実証分析を行うことで明らかにすることである。

（２）本研究の分析結果

本研究は2003年3月31日から2007年6月20日までの東証REIT指数、日経平均株価、TOPIX指数及び新発十年国債利回りの日次時系列を用いて分析を行った。分析手法として単位根検定、共積分検定、分散変動モデルを用いた。

これより、次のようなことが明らかになった。

- ① 単位根検定では各変数は非定常であったが、東証REIT、日経平均、TOPIXの収益率は定常であった。
- ② 共積分検定では各変数が互いに長期均衡関係の安定性を持たず独立していることがわかった。すなわち、分散投資の効果が期待できる可能性がある。しかし、金融時系列の分散は日々変動すると言われていることから、本研究は分散変動モデルを用いて変数間の日々の相関の検証を行った。
- ③ 一変量の分散変動GARCHの推定から東証REIT、日経平均、TOPIX三つの変数間の分散変動が異なっていることがわかった。また、株式収益率の分散は株価が上がった日の翌日より株価が下がった日の翌日のほうが上昇する傾向があることが経験的に知られている。このような分散変動の非対称性を考慮したGJRモデルを推定した結果から、日経平均とTOPIXには分散変動の非対称性が見られたが、東証REITには

見られなかった。

- ④ 二変量の自己回帰VARモデルの推定結果では東証REITの収益率は日経平均とTOPIXの収益率に影響を与えていない結果となった。そして、二変量の分散変動モデルの推定結果では東証REIT、日経平均、TOPIX三つの変数間の分散変動が影響し合っている結果となった。また、日経平均とTOPIXの日々の相関係数は高い正の値を取っているもわかった。さらに、東証REITと日経平均、東証REITとTOPIXの日々の相関係数は正の値を取ることが多いこともわかった。従って、J-REIT証券を株式と組み合わせることによる分散投資効果は期待しにくいと言える。

以上の分析結果から、東証REITは日経平均、TOPIX及び国債利回りとは安定的な長期均衡関係を持たずに独立していることがわかった。さらに、収益率間の関係についての分析結果からも東証REITの収益率は日経平均とTOPIXの収益率に影響を与えていないこともわかった。すなわち、価格変動が異なる可能性があることを意味している。しかし、東証REIT、日経平均とTOPIXの日々の分散が変動しているため、上述の結果からJ-REITを株式と組み合わせることによるリスク分散投資効果が期待できると結論付けるのは早計である。変数間の分散変動を分析した結果、3変数間の分散が影響し合っている結果となった。さらに、収益率間の日々の相関を計算した結果、正の相関になることが多いこともわかった。すなわち、これらの変数の価格は同じ方向に動き、変動が異なると言えない。従って、本研究はJ-REITを株式と組み合わせることによる分散投資効果は期待しにくいと結論付ける。